

康百联盟短期受费用拖累 与星巴克签署排他性合作

2014年收入102.38亿美元，同比下滑6.43%；毛利率提升0.21个百分点至30.46%；归母净利润为4亿美元，微幅下降1.97%。每股收益为7.15美分。

投资要点：

- ◇ **方便面引导行业良性竞争，料丰升级是主旋律。**4Q公司方便面销售额下滑18%，一部分由于受到台湾油品丑闻的影响，另一部分由于公司进行了桶面的料丰升级，导致经销商3Q压货过多，4Q进货谨慎。14年康师傅方便面业务销售额为41.38亿美元，同比下降4.49%。细分品类来看，在经济低迷的大环境下，碗面和高价袋面分别下滑5.14%和5.44%，中价袋面销售持平。3Q公司撤出搭售火腿肠的价格战，并严格控制支出，全年EBIT利润率提升0.2个百分点至10.27%，净利润提升7%至3.6亿美元。目前方便面产品近100种口味中，10%-20%是高端品牌，品牌梯队丰富。公司将通过桶面的料丰和升级逐步提高价格。各占成本比重12%-18%的两款原材料面粉和棕榈油，预计今年价格仍将保持在低位。
- ◇ **对百事的人事整合将继续产生一次性费用。**3Q天气湿冷，批发商订货下滑，行业销量增速放缓至2.6%。康师傅饮料业务14年销售额为58.01亿美元，同比下降7.46%。细分品类来看，果汁产品老化下滑28%；碳酸饮料行业萎缩，占据30%市场的百事可乐下滑8.17%。康师傅茶饮是绝对市场龙头占据53.9%份额，瓶装水市占率20.8%与农夫山泉行业第一的争夺战较为焦灼。未来5-10年，饮料市场将更加细分。公司在战略上采取常青产品加流行商品的模式，聚焦于优势品类茶和水，常青产品在渠道上将下沉更深更透；在更加多元化和个性化的饮品方面寻求国际合作，利用比较优势丰富品类。今年果汁将透过百事的“果缤纷”品牌做1-2款常青产品。14年整合百事的费用为7,300万美元，未来2年将继续产生人事调整的一次性费用，长期将提升效率；今年百事的品牌和产品并入康师傅销售网络，工厂合二为一，费用进一步下降体现规模效应。占成本比重60%的PET粒子随油价的疲软而处于下降通道，全年同比下滑11%；占成本比重10%的糖价同比下滑13%，今年原料成本将在低位波动。
- ◇ **调整评级至“中性”。**截止9月底，百事盈利已扭亏转正，人事费用将暂时性地拖累百事业绩。预期今年零售市场增长仍保持在低单位数，行业寡头市场份额稳定。公司和星巴克计划于2016年在推出现有及新口味的星巴克瓶装星冰乐饮品后，还将推出更多创新产品，将星巴克即饮饮料产品推广到更多的销售网点和城市。今年节流的费用一部分将让利于经销商，提升合作伙伴的利润率达到共赢，一部分将产品升级，瓶装水加量不加价，碗面升级。资本支出缩减至6-7亿美元，保留现金在合适时机并购协同标的。公司近6年派息比率稳定在50%，目前股价对应15年预测估值27倍。全球上市方便食品、饮料集团代表公司2015、2016年的预测平均市盈率分别为29.5倍和23.4倍，康师傅控股作为国内最大的方便面、饮料生产商，我们给予公司2015年预测利润29.5倍的估值，对应目标价18.5港币。调整评级至“中性”。
- ◇ **风险提示：**激烈竞争拖累销量，成本大幅上涨压缩利润。食品安全事件爆发引发诚信危机。

主要财务指标

单位：百万美元	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
主营收入	9,211.9	10,941.0	10,238.0	10,545.1	11,072.4
(+/-%)	17.1	18.8	-6.4	3.0	5.0
归母公司净利润	458.6	408.5	400.5	452.9	482.2
(+/-%)	9.3	-10.9	-2.0	13.1	6.5
毛利率(%)	29.9	30.3	30.5	30.8	30.8
ROE(%)	14.9	15.1	13.5	13.0	13.0
EPS(美元)	0.08	0.07	0.07	0.08	0.09
P/E(倍)	27.1	30.4	31.1	27.5	25.8
P/B	4.6	3.6	3.2	3.0	2.7

资料来源：中投证券(香港)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

作者

署名：邱阳

0755-82023465

qiuyang@china-invs.cn

6-12个月目标价： HKD18.5

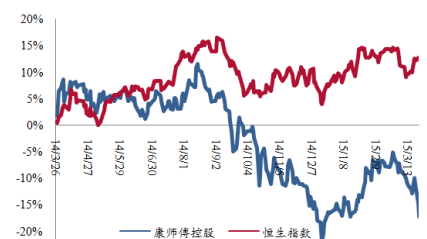
当前股价： HKD17.22

评级调整： 中性

基本资料

总股本(百万股)	5,604
流通股本(百万股)	5,414
总市值(亿元)	965
流通市值(亿元)	932
52周股价波幅	16.0-23.25
主要股东	魏应州 (33.25%)

股价表现



相关报告

《康师傅控股—方便面引领行业升级 吸收百事产品并轨》2015-02-05

附：财务预测表

损益表 (百万美元)						现金流量表 (百万美元)					
截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
销售收入	9,211.9	10,941.0	10,238.0	10,545.1	11,072.4	税前利润	832.5	723.0	693.5	727.5	774.7
销售成本	(6,457.4)	(7,631.0)	(7,119.9)	(7,293.6)	(7,658.3)	折旧摊销	387.1	451.5	463.7	503.9	529.0
毛利	2,754.5	3,310.0	3,118.0	3,251.5	3,414.0	融资成本	(16.0)	(14.0)	(25.0)	(25.0)	(25.0)
销售费用	(1,866.0)	(2,312.6)	(2,138.6)	(2,214.5)	(2,314.1)	存货(增加)/减少	(43.3)	10.4	93.9	(115.5)	71.1
行政开支	(297.5)	(350.9)	(299.5)	(314.5)	(330.3)	应收帐款及其他应收款(增加)/减少	238.2	2.8	(96.5)	(32.6)	(14.2)
经营溢利	861.2	744.3	733.5	767.5	814.7	应付款项及其他应付款增加/(减少)	115.0	261.8	(314.5)	281.7	(253.6)
财务费用	(32.7)	(37.4)	(47.2)	(50.0)	(50.0)	利息收支	(36.9)	(38.5)	(47.2)	(50.0)	(50.0)
应占联营及合营公司溢利	4.0	16.0	7.2	10.0	10.0	已付所得税	(159.1)	(224.3)	(208.8)	(181.9)	(193.7)
税前盈利	832.5	723.0	693.5	727.5	774.7	经营性现金流	1,156.0	1,214.4	559.1	1,108.1	838.3
所得税	(227.8)	(227.8)	(228.7)	(208.8)	(181.9)	购置物业、厂房及设备	(838.9)	(852.0)	(374.8)	(467.2)	(316.4)
利润总额	499.7	604.7	494.3	484.7	545.6	支付及预付土地使用权款项	(38.4)	(41.8)	(418.4)	(106.2)	(42.2)
归母公司净利润	458.6	408.5	400.5	452.9	482.2	已收利息	48.4	51.5	47.2	50.0	50.0
每股收益 (US\$)						投资性现金流	(658.9)	(791.0)	(746.1)	(523.4)	(208.5)
—基本及摊薄	0.08	0.07	0.07	0.08	0.09	贷款	5,875.3	6,373.6	952.6	7.5	76.5
DPS(US\$)	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	偿还贷款	(6,390.0)	(6,187.0)	(600.0)	(250.0)	(350.0)
成长能力						股利分配	(209.7)	(180.1)	(204.3)	(200.2)	(226.4)
销售收入	17.1%	18.8%	-6.4%	3.0%	5.0%	融资性现金流	(265.6)	(34.4)	148.3	(442.7)	(500.0)
毛利	31.9%	20.2%	-5.8%	4.3%	5.0%	现金变化	231.6	389.0	(38.7)	142.0	129.8
经营溢利	28.1%	-13.6%	-1.5%	4.6%	6.1%	期初持有现金	600.0	837.9	1,249.9	1,211.2	1,353.2
归母公司净利润	9.3%	-10.9%	-2.0%	13.1%	6.5%	期末持有现金	837.9	1,249.9	1,211.2	1,353.2	1,483.0

资产负债表 (百万美元)											
截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	截止至12月31日	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及银行结余	830.2	1,234.4	1,211.2	1,353.2	1,483.0	获利能力					
应收帐款	233.1	260.4	238.2	276.2	264.0	毛利率	29.2%	29.9%	30.3%	30.5%	30.8%
预付款项及其他应收款项	418.7	414.0	532.6	527.3	553.6	净利率	5.4%	5.5%	4.8%	4.6%	4.9%
存货	478.1	480.9	387.0	502.5	431.4	ROE	16.8%	14.9%	15.1%	13.5%	13.0%
流动资产小计	1,968.4	2,410.0	2,343.3	2,659.2	2,732.0	ROA	11.6%	11.5%	8.9%	7.8%	7.6%
物业、厂房及设备	5,001.7	5,485.1	5,859.9	6,327.1	6,643.4	实际税率	27.4%	31.5%	33.0%	28.7%	23.5%
联营(或合营)公司之权益	84.4	109.0	106.0	126.5	110.7	偿还能力					
土地租约溢价	284.0	319.0	737.4	843.6	885.8	资产负债率	53.8%	53.3%	53.4%	55.5%	54.1%
非流动资产小计	5,504.8	6,014.2	6,862.6	7,430.7	7,778.6	流动比率	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
资产总计	7,473.2	8,424.2	9,205.9	10,089.8	10,510.7	营运能力					
应付款项	1,043.0	1,251.7	896.1	1,304.1	1,006.1	存货周转天数	19.4	22.0	22.6	21.9	22.0
其他应付款	1,110.2	1,192.4	1,233.5	1,107.2	1,151.5	应收账款天数	5.5	6.4	8.7	8.5	8.4
借款	499.7	1,016.6	1,382.0	1,370.9	1,384.0	每股指标 (美元)					
流动负债小计	2,794.0	3,625.5	3,636.4	3,982.5	3,746.5	每股收益	0.08	0.07	0.07	0.08	0.09
长期借款	984.8	659.6	1,246.7	1,265.4	1,328.7	派息比率	50.0%	39.0%	50.0%	50.0%	50.0%
递延所得税负债	178.5	184.4	198.5	210.9	221.4	每股净资产	0.48	0.62	0.70	0.73	0.83
非流动负债小计	1,189.6	872.5	1,473.9	1,476.3	1,550.1	估值比率 (倍)					
已发行股本	27.9	27.9	28.0	28.0	28.0	PE	27.1	30.4	31.1	27.5	25.8
储备	3,461.7	3,898.4	4,067.5	4,603.0	5,186.0	PB	4.6	3.6	3.2	3.0	2.7
股东权益	3,489.6	3,926.3	4,095.5	4,631.0	5,214.0						

资料来源：中投证券(香港)，公司报表，单位：百万美元

免责声明

投资评级定义:

公司评级:

强烈推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅 20%以上

推荐: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数涨幅介于 10%-20%之间

中性: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数变动介于±10%之间

回避: 预期未来 6-12 个月内, 股价相对恒生指数跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现优于恒生指数 5%以上

中性: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现相对恒生指数持平

看淡: 预期未来 6-12 个月内, 行业指数表现弱于恒生指数 5%以上

本报告所载信息、工具及数据仅作参考数据用途, 并不用作或视作为销售、提示或招揽购买或认购本报告所述证券、投资产品或其他金融工具之邀请或要约, 也不构成对有关证券、投资产品或其他金融工具的任何意见或建议。编制本研究报告仅作一般发送。并不考虑接获本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况及特别需求。阁下须就个别投资作出独立评估, 于作出任何投资或订立任何交易前, 阁下须就本报告所述任何证券咨询独立财务顾问。

本报告所载信息、工具及数据并非用作或拟作分派予在分派、刊发、提供或使用有关信息、工具及数据抵触适用法例或规例之司法权区或导致中投证券(香港)金融控股有限公司的子公司包括中投证券国际经纪有限公司及中投证券国际期货有限公司(统称「中投证券(香港)」)须遵守该司法权区之任何注册或申领牌照规定的有关司法权区的公民或居民。

本报告所载资料及意见均获自或源于中投证券(香港)可信之数据源, 但中投证券(香港)并不就其准确性或完整性作出任何声明, 于法律及/或法规准许情况下, 中投证券(香港)概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。中投证券(香港)可能已刊发与本报告不一致及与本报告所载资料达致不同结论之其他报告。该等报告反映不同假设、观点及编制报告之分析员之分析方法。

主要负责编制本报告之研究分析员确认: (a) 本报告所载所有观点准确反映其有关任何及所有所述证券或发行人之个人观点; 及 (b) 其于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来, 不论直接或间接概与其薪酬无关。

过往表现并不可视作未来表现之指标或保证, 亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

中投证券(香港)之董事或雇员, 如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时, 其所作出的投资决定, 可能与这报告所述的观点并不一致。

一般披露事项

中投证券(香港)及其高级职员、董事及雇员(包括编制或刊发本报告之相关人士)可以在法律准许下不时参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易, 为有关发行人提供服务或招揽业务, 及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。此外, 其可能为本报告所呈列资料所述之证券担任市场庄家。中投证券(香港)可以在法律准许下, 在本报告所呈列的数据刊发前利用或使用有关数据行事或进行研究或分析。中投证券(香港)一名或以上之董事、高级职员及/或雇员可担任本报告所载证券发行人之董事。

本研究报告的编制仅供一般刊发。本报告所并无考虑收取本报告的任何个别人士之特定投资目标、财务状况及个别需。本报告所载数据相信为可信, 然而其完整性及准确性并无保证。本报告所发表之意见可予更改而毋须通知, 本报告任何部分不得解释为提示或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券或金融工具。中投证券(香港)毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任。

根据香港证券及期货事务监察委员会规定之监管披露事项

中投证券(香港)之政策:

- 刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督, 并不直接向其报告。
- 研究分析员之薪酬或酬金不应与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。
- 禁止研究分析员或其联系人从事其研究/分析/涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。
- 禁止研究分析员或其联系人担任其研究/分析/涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

中投证券(香港)并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

中投证券(香港)与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

中投证券(香港)及其编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

中投证券国际经纪有限公司 / 中投证券国际期货有限公司

63/F, Bank of China Tower, 1 Garden Road, Central, Hong Kong

香港中环花园道 1 号中银大厦 63 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

Fax 传真: (852) 3983 0899(公司) (852) 3983 0855 (客户服务)

<http://www.china-invs.hk/>